

潜在汇率升值受益股


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
行业	电力
目标价	19.07 元
报告日期	2010 年 10 月 12 日

陈舒薇	电力行业分析师 8621-63325888 × 6067 执业证书编号: S0860109061278
王晶	石油与化工行业首席分析师 执业证书编号: S0860200010013

事件:

公司今日公告 2010 年 1-9 月实现的归属于母公司所有者净利润在 3.15 亿至 3.41 亿元之间, 合 EPS0.338-0.365 元/股, 同比去年大幅上升 138%-158%。同比大幅增长来自: 田湾河公司利润大幅增长; 二滩公司 48% 的参股收益并入; 新光硅业逐季减亏。

我们的观点

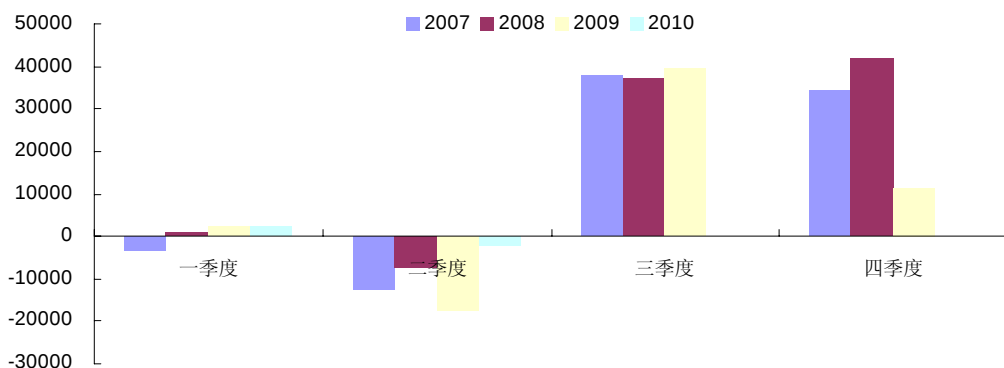
业绩符合我们预期, 好于市场预期: 在单二季度公司盈利仅有 1 分钱的背景下, 仍然坚定看好公司的盈利水平。支持我们看好公司的理由在于, 今年是田湾河三级一库完全投产的第一年, 也是二滩并表的第一年, 同时也是新光硅业对公司业绩可能全年都没有正面贡献的第一年, 不同的水电站具有不同结构的盈利季节性分布, 同时全年来水的复杂形势使得很难从任何单季度的盈利状况来推算全年业绩。

主要水电站盈利季节性分布分析:

- ✓ **田湾河**因为具有多年调节能力, 同时考虑四川实行**丰枯峰谷电价机制**, 平水期电价为 0.288 元/千瓦时, 枯水期电价上浮 30%, 丰水期电价下调 24% (即枯水期电价较丰水期高 71%), 电站在枯水期依赖高电价, 丰水期依赖高电量, 全年四季都可以实现丰厚收益。
- ✓ **二滩项目**目前在运营的二滩电站因为不具有水量调节能力, 历年上半年一般都为亏损状态, 而盈利主要在 3 季度丰水期, 这是今年公司季节性盈利波动巨大的重要原因。值得注意的是, 待目前在建的锦屏一级投产后 (预计在 2013 年), 二滩下游 5 个电站都将具有年调节能力, 类比田湾河项目, 二滩的盈利水平届时将进一步提升。

图 1 二滩电站 07 年至今单季净利情况 (二滩盈利期主要在下半年)

单位: 万元



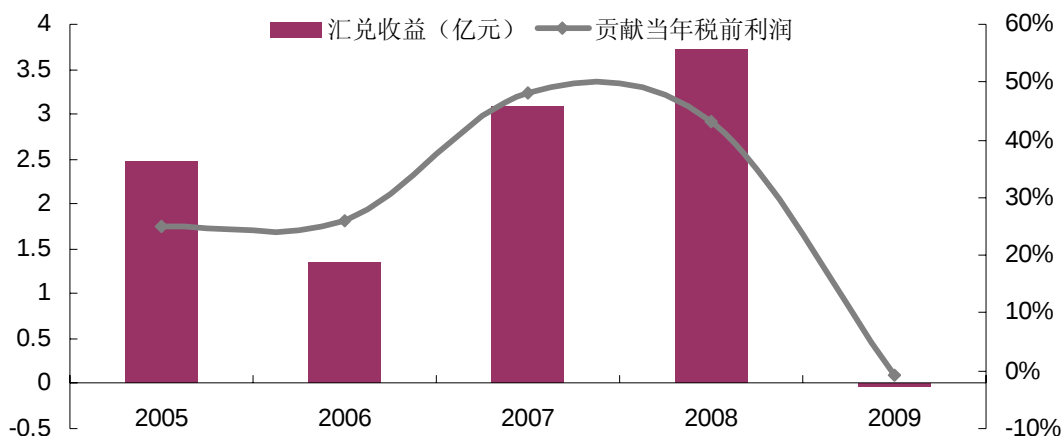
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

人民币升值背景下，汇兑收益将有惊喜：截至 2009 年 12 月 31 日，二滩水电有 54995 万美元、33290 万欧元的外币贷款，分别较 08 年底增加 341%、647%，汇率波动将产生汇兑损益。2006-2008 年人民币持续升值即为二滩水电增厚税前利润 1.34 亿、3.08 亿、3.73 亿元，分别贡献当年税前利润的 26%、48%、43%。在今年人民币升值背景下，二滩项目汇兑收益将有惊喜。

图 2 二滩历年汇兑净收益及贡献利润情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 1 二滩长期借款变动情况

单位：万元

年末金额	2008	2009	增幅
长期借款	2897355	3466583	19.6%
信用借款	2553008	3377719	32.3%
保证借款	344347	88865	-74.2%
美元	12473	54995	340.9%
欧元	4458	33290	646.7%

资料来源：东方证券研究所

表 2 二滩电站汇兑收益及贡献业绩对汇率敏感度分析

2010 年	汇率上浮幅度				
	-2%	0%	2%	4%	6%
美元贷款	54995	54995	54995	54995	54995
美元贷款期初价值	375517	375517	375517	375517	375517
美元贷款期末价值	383180	375517	368154	361074	354261
汇兑收益 (万元)	-7664	0	7363	14443	21256
贡献 EPS	-0.034	0.000	0.032	0.063	0.093
欧元贷款	33290	33290	33290	33290	33290
欧元贷款期初价值	326145	326145	326145	326145	326145
欧元贷款期末价值	332801	326145	319750	313601	307684

汇兑收益（万元）	-6656	0	6395	12544	18461
贡献 EPS	-0.029	0.000	0.028	0.055	0.081

资料来源：东方证券研究所

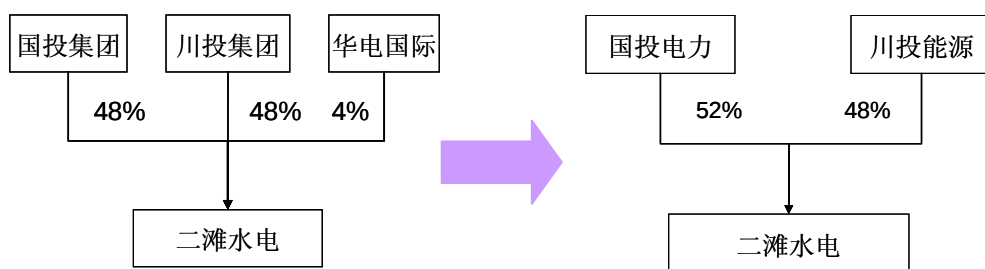
维持之前盈利预测：预计公司 10-12 年业绩为 0.46、0.51、0.67 元，DCF 目标价 19.07 元，维持公司 “买入” 评级。

附：二滩项目资料

08 年 12 月公司召开董事会议，提出并通过了非公开发行股份购买集团二滩水电站（负责整条雅砻江流域水电开发）的预案，09 年 11 月，预案获得证监会核准：本公司向川投集团非公开发行 2.94 亿股股票收购其持有的二滩水电公司 48% 股权，该项增发股份发行价格为人民币 11.06 元/股，作价人民币 32.54 亿元，注入完成后川投集团控股公司股权比例由 47.24% 提升至 63.88%。

与此同时，国投集团亦将其持有的二滩水电公司 48% 股权注入到国投电力中。稍后，10 年 3 月国投收购华电集团持有的二滩水电公司 4% 股权。收购结束后，二滩权责管理更加明晰，国投控股 52% 成为二滩项目控制方，大大改善了原先两个并列第一大股东的股权结构，后续水电建设有望加速。

图 3 二滩水电收购前后股东变动情况



资料来源：东方证券研究所

二滩 12 年进入集中投产期，规模增长明显，盈利贡献更加突出

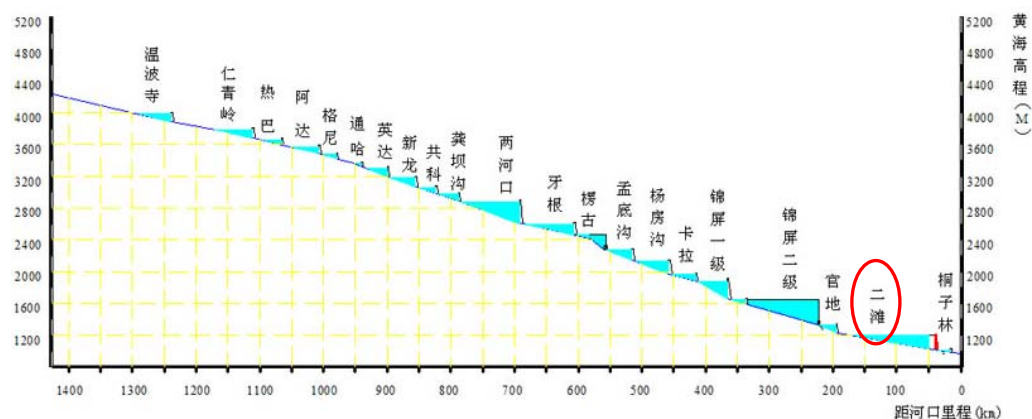
雅砻江干流规划分三个河段，拟定 21 级电站，总装机约 3000 万千瓦（可贡献川投权益装机 1440 万千瓦，是川投目前装机的 5 倍）。

下游河段：从卡拉至江口分五级开发，包括**二滩**（330 万千瓦，已投产）、**锦屏一级**（360 万千瓦）、**锦屏二级**（480 万千瓦）、**官地**（240 万千瓦）、**桐子林**（60 万千瓦），总装机 1470 万千瓦，**现处于全面开发建设阶段**。

中游河段：从两河口至卡拉拟定六级开发，包括两河口（300 万千瓦）、牙根（150 万千瓦）、楞古（271.8 万千瓦）、孟底沟（184 万千瓦）、杨房沟（150 万千瓦）、卡拉（95 万千瓦），总装机 1150 万千瓦，其中两河口为中游“龙头”水库电站。河段规划于 2006 年 8 月通过审查，目前正在开展各电站的勘测设计工作。

上游河段：从呷衣寺至两河口拟定十级开发，总装机约 325 万千瓦，目前正在进行河段规划工作。

其中已获发改委核准项目为锦屏一级、锦屏二级、官地电站。

图 4 二滩梯级电站建设剖面图


资料来源：东方证券研究所

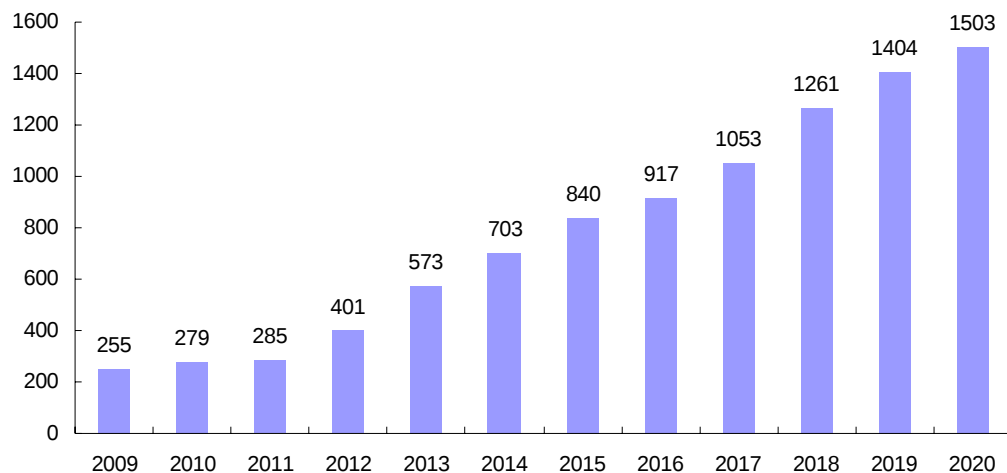
已投产运营的电站为二滩水电站，位于雅砻江下游，为梯级开发的第一个水电站。电站装机容量 330 万千瓦（6*55 万千瓦），年利用小时 5162 小时，电站总投资 285 亿元，属季调节水库，98 年年中投产。

表 3 二滩电站建设进度情况：2012 年后进入集中投产期

单位：万千瓦

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
下游	锦屏一级		2*60	2*60	2*60						
	锦屏二级	2*60	2*60	2*60	2*60						
	官地	2*60	2*60								
	铜子林			2*15	2*15						
中游	两河口					2*50	2*50	2*50			
	牙根						150				
	楞古							271.8			
	孟底沟										184
	杨房沟								150		
	卡拉								100		

资料来源：东方证券研究所

图 5 川投能源现有在建项目未来 20 年装机规模增长规划情况
单位：万千瓦


资料来源：东方证券研究所

由于二滩项目电站选址的地址条件好，建设难度低，电站开发淹没耕地和迁移人口极少，因而在建电站平均造价为 6000-8000 元/千瓦，低于行业平均水平，同时还享有西部大开发所得税 15%以及增值税先征后返至 8%的优惠税率政策（由于 08 年四川大地震两项优惠政策目前仍可持续），随着在建机组的不断投产盈利贡献突出。

表 4 二滩电站财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
装机容量 (MW)	3300	3300	3300	4500	6300	7650	9000
利用小时	4561	4561	4561	4561	4561	4561	4561
发电量(亿千瓦时)	150.52	150.52	150.52	177.89	246.31	318.14	379.72
电价(Y/KWH)(含税)	0.2296	0.2296	0.2296	0.2400	0.2400	0.2400	0.2400
发电收入(百万)	2936	2936	2936	3627	5022	6487	7742
营业总成本	2812	2819	2821	3267	4368	5524	6515
发电成本	1353	1361	1362	1582	2123	2691	3177
折旧	1099	1100	1101	1269	1689	2130	2508
各项水费	261	261	261	313	434	560	669
财务费用	895	892	893	1029	1369	1725	2031
利润总额	433	426	425	742	1182	1645	2042
净利润	358	363	361	630	1005	1398	1736
贡献净利润	172	174	173	303	482	671	833
贡献 EPS	0.184	0.187	0.186	0.324	0.517	0.719	0.893

资料来源：东方证券研究所

投资建议

我们预计公司 10-12 年业绩预测 0.46、0.51、0.67 元，在不考虑新光硅业 38.9%股权的业绩贡献，以及天威四川硅业 35%股权委托管理收益（目前股权委托管理费用尚未明确），单看公司未来的水电资产带来的现金流入，根据 DCF 模型计算得到公司目标价为 19.07 元，继续维持公司“买入”评级。

表 5 DCF 估值：目标价 19.07 元

主要估值假设	
无风险收益率	2.25%
市场风险溢价	8.85%
BETA	1
股权成本 (Re)	11.02%
所得税率	25.00%
税前债务成本(Rd)	5.94%
税后债务成本	4.46%
目标权益比例	40.00%
目标债务比例	60.00%
加权平均资本收益率(WACC)	7.08%
永续成长率 (g)	0.00%

自由现金流贴现法(DCF)	Dec-09	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
EBIT	414	707	773	948	1,317	1,711	2,061
调整后所得税	-8	-43	-51	-51	-98	-108	-122
NOPLAT	406	665	723	896	1,219	1,602	1,939
折旧和摊销	190	204	204	204	204	204	204
营运资金的减少	61	-57	3	-1	3	3	3
资本支出	580	500	500	500	500	500	500
Free Cash Flow	76	312	429	599	926	1,309	1,646

资料来源：公司公告、东方证券研究所

附表 1 川投能源控股参股公司情况

公司名称	业务类型	股权比例	总装机容量(MW)	权益装机容量(MW)	计入报表方式
天彭电力	水电	95%	32	30.4	合并
田湾河	水电	80%	720	576	合并
嘉阳电力	劣质煤发电	95%	110	104.5	合并
光芒实业	工业自动化控制设备	50%			合并
大渡河	水电	10%	3130	313	投资收益成本法
二滩	水电	48%	3300	1584	投资收益权益法
长飞双龙	光纤光缆	49%			投资收益权益法

新光硅业	多晶硅	39%	投资收益权益法
------	-----	-----	---------

资料来源：东方证券研究所

附表 2：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	743	504	554	726	614	营业收入	363	519	902	1150	1158
现金	497	185	230	318	207	营业成本	258	331	504	575	521
应收票据及账款	132	162	227	290	292	营业税金及附加	2	2	5	6	6
其它应收款	85	92	60	76	77	营业费用	8	12	11	14	14
预付账款	0	8	4	4	4	管理费用	31	46	53	68	68
存货	29	57	33	38	34	财务费用	16	88	188	203	210
其他	0	0	-0	-0	-0	资产减值损失	3	2	0	0	0
非流动资产	3974	5581	9320	9865	10398	公允价值变动	0	0	0	0	0
长期投资	451	1225	4583	4804	5029	投资净收益	34	367	81	221	225
固定资产	1010	1761	4648	4970	5277	营业利润	78	404	221	504	563
无形资产	42	40	36	37	39	营业外收支	6	-24	13	0	0
其他	2471	2555	53	53	53	利润总额	84	380	234	504	563
资产总计	4717	6085	9874	10591	11012	所得税	13	6	8	43	51
流动负债	486	934	1312	4763	4765	净利润	67	375	218	462	512
短期借款	160	763	1075	4500	4500	少数股东损益	6	16	46	42	46
应付票据及	188	58	79	101	102	归属于母公司	61	359	172	420	466
其他	138	114	157	162	163	净利润	139	544	602	911	977
非流动负债	2572	3091	3115	2	2	主要财务比率					
长期借款	2568	3089	3113	0	0	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
其他	4	2	2	2	2	成长能力					
负债合计	3058	4025	4426	4765	4767	营业收入	13.5%	43.0%	73.9%	27.5%	0.7%
少数股东权益	237	259	300	346	408	毛利润	10.9%	79.9%	111.3%	44.7%	10.8%
股本	491	639	933	933	933	归属于母公司	7.6%	487.4%	-52.1%	144.6%	10.9%
资本公积	399	3344	3344	3344	3344	净利润					
留存收益	287	507	618	920	1256	获利能力					
归属母公司	1472	1824	5190	5526	5898	毛利率	28.8%	36.3%	44.1%	50.0%	55.0%
负债和股东	4717	6085	9874	10591	11012	净利率	17.8%	16.8%	69.2%	19.0%	36.5%
						ROE	3.7%	17.4%	3.2%	7.2%	7.5%
						ROIC	1.9%	9.5%	4.7%	11.9%	12.1%
						偿债能力					
						资产负债率	64.8%	66.1%	44.8%	45.0%	43.3%
						净负债比率	164.36%	186.94%	76.87%	77.24%	72.06%
						流动比率	152.98%	53.96%	42.23%	15.23%	12.88%
						速动比率	1.47	0.48	0.40	0.14	0.12
						营运能力					
						总资产周转					
						率	7.69%	8.52%	9.13%	10.86%	10.52%
						应收账款周					
						转率	274%	319%	397%	397%	397%
						应付账款周					
						转率	193%	897%	1138%	1138%	1138%
						每股指标					
						(元)					
						每股收益	0.12	0.56	0.27	0.46	0.51
						每股经营现					
						金流	0.37	-0.08	0.62	0.63	0.75
						每股净资产	3.00	2.86	5.56	5.92	6.32
						估值比率					
						P/E	117.46	26.00	54.30	31.74	28.63
						P/B	4.87	5.11	2.62	2.46	2.31
						EV/EBITDA	69	24	30	20	19

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn